

Buy EUR 7,90 (EUR 8,70) Kurs EUR 6,06 Upside 30,4 %	Wertindikatoren: EUR DCF: 7,87 FCF-Value Potential 24e: 10,60	Warburg ESG Risiko Score: 2,3 ESG Score (MSCI basiert): 3,0 Bilanz Score: 4,0 Markt Liquidität Score: 0,0	Beschreibung: Soft- und Hardware für Datenaustausch in industriellen Anlagen und der Fahrzeugelektronik
	Markt Snapshot: EUR Mio. Marktkapitalisierung: 55,2 Aktienanzahl (Mio.): 9,1 EV: 70,0 Freefloat MC: 34,5 Ø Trad. Vol. (30T): 12,71 Tsd.	Aktionäre: Freefloat 62,60 % Trier Asset Mgmt 22,40 % Alois Widmann 15,00 %	Kennzahlen (WRe): 2022e Beta: 1,3 KBV: 0,9 x EK-Quote: 57 % Net Fin. Debt / EBITDA: 1,1 x Net Debt / EBITDA: 1,3 x

Engpässe begrenzen Wachstum trotz starken Auftragseingangs

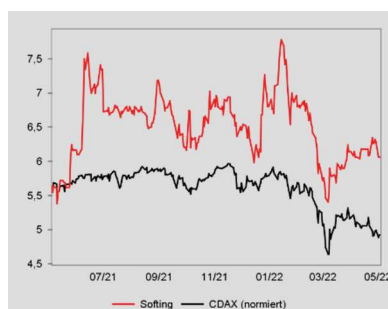
Berichtete Kennzahlen Q1/2022:								Kommentar zu den Kennzahlen:		
GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	Q1 22	Q1 22e	Q1 21	yoy	22e	21	yoy	<ul style="list-style-type: none"> Starker Auftragseingang bei Industrial und Automotive übertrifft unsere Erwartungen Engpässe behinderten den Umsatz, der hinter unserer Schätzung zurückblieb Höhere Materialkosten aufgrund der Engpässe belasteten die Profitabilität 		
Auftragseingang	34,7	31,5	24,0	45 %	99,4	104,8	-5 %			
Auftragsbestand	48,3	43,0	18,4	163 %	38,2	33,6	14 %			
Umsatz	20,6	22,1	20,1	3 %	94,8	84,7	12 %			
EBIT adj.	-0,8	0,3	1,2	n.a.	4,2	3,0	39 %			
Marge	-3,9 %	1,2 %	5,9 %		4,4 %	3,5 %				
EPS	-0,13	-0,04	0,07	n.a.	0,11	-0,03	n.a.			

Softing hat Q1-Ergebnisse veröffentlicht und den Ausblick für das Gesamtjahr bestätigt. Die Nachfrage ist weiterhin hoch, wie der starke Auftragseingang von EUR 34,7 Mio. (Book-to-Bill-Ratio 1,7) zeigt, der 45% über dem Volumen von Q1 2021 liegt. Dies ist zum Teil auf das Segment Automotive zurückzuführen, das einen Auftrag von einem großen OEM für seine DTS-Softwarelösung meldete und in Q1 einen neuen Globalmatix-Kunden gewinnen konnte. Heute gab Softing bekannt, dass die ThyssenKrupp-Tochter carValoo ebenfalls einen Vertrag für die Telematiklösung von Globalmatix unterzeichnet hat und noch in diesem Jahr die ersten 3.000 Systeme installieren wird. Der Auftragsbestand erreichte zum Ende von Q1 EUR 48,3 Mio. (+163%) und bietet eine solide Visibilität für das kommende Quartal.

Aufgrund der aktuellen Lieferengpässe bei einigen Hardwarekomponenten konnte die starke Nachfrage nicht vollständig in Umsatzwachstum umgewandelt werden. Der Umsatz wuchs nur um 2,7% auf EUR 20,6 Mio. und lag damit leicht unter unserer Schätzung von EUR 22,1 Mio. Zudem erhöhten die Engpässe die Materialkosten, was zu einem Rückgang der Bruttomarge von 60,1% auf 58,0% führte. Das bereinigte EBIT sank von EUR 1,2 Mio. (ausgewiesen EUR 0,4 Mio.) im Vorjahr auf EUR -0,8 Mio. (ausgewiesen EUR -1,5 Mio.). Wir haben unseren Margenausblick angepasst, um die höheren Kosten zu berücksichtigen.

Fortsetzung auf der nächsten Seite

Schätzungsänderungen:							Kommentar zu den Änderungen:		
GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	2022e (alt)	+ / -	2023e (alt)	+ / -	2024e (alt)	+ / -	<ul style="list-style-type: none"> Erhöhung der geschätzten Materialkosten für 2022 aufgrund der Engpässe Höhere Personalkostenschätzungen für 2022 und 2023, um inflationsbedingte Lohnerhöhungen widerzuspiegeln 		
Umsatz	94,8	0,0 %	105,2	0,0 %	114,7	0,0 %			
EBIT	2,2	-19,9 %	5,1	-2,7 %	7,8	0,0 %			
EBIT adj.	4,9	-15,0 %	7,2	-1,9 %	9,6	0,0 %			
EPS	0,14	-21,4 %	0,37	-2,7 %	0,58	0,0 %			



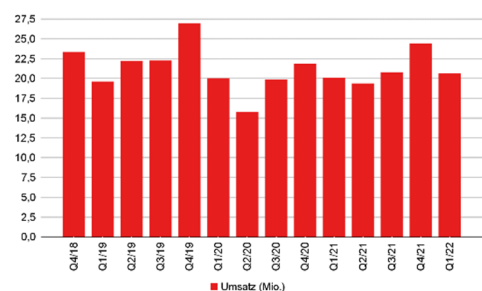
Rel. Performance vs CDAX:	
1 Monat:	5,2 %
6 Monate:	4,6 %
Jahresverlauf:	4,0 %
Letzte 12 Monate:	17,3 %

Unternehmenstermine:	
06.05.22	HV
12.08.22	Q2
15.11.22	Q3

GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	CAGR (21-24e)	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Umsatz	10,6 %	83,9	91,1	77,6	84,7	94,8	105,2	114,7
Veränd. Umsatz yoy		6,6 %	8,6 %	-14,8 %	9,1 %	11,9 %	11,0 %	9,0 %
Rohertragsmarge		61,8 %	62,9 %	59,5 %	58,2 %	58,6 %	59,2 %	59,8 %
EBITDA	22,6 %	9,0	12,1	7,8	9,1	11,1	13,9	16,7
Marge		10,7 %	13,3 %	10,0 %	10,7 %	11,7 %	13,2 %	14,6 %
EBIT		4,1	4,3	-3,9	-0,5	1,8	5,0	7,8
Marge		4,9 %	4,7 %	-5,1 %	-0,6 %	1,9 %	4,8 %	6,8 %
EBIT adj.	47,4 %	3,5	3,9	1,6	3,0	4,2	7,1	9,6
Nettoergebnis		3,3	2,8	-4,7	-0,3	1,0	3,3	5,2
EPS		0,38	0,31	-0,52	-0,03	0,11	0,36	0,58
DPS	0,0 %	0,13	0,04	0,04	0,10	0,10	0,10	0,10
Dividendenrendite		1,5 %	0,5 %	0,7 %	1,6 %	1,7 %	1,7 %	1,7 %
FCFPS		0,19	0,04	-0,38	0,42	0,22	0,27	0,49
FCF / MarktKap.		2,3 %	0,5 %	-6,5 %	6,9 %	3,6 %	4,4 %	8,0 %
EV / Umsatz		1,0 x	0,8 x	0,9 x	0,8 x	0,7 x	0,7 x	0,6 x
EV / EBITDA		8,9 x	6,3 x	9,0 x	7,7 x	6,3 x	5,1 x	4,1 x
EV / EBIT adj.		22,8 x	19,4 x	44,8 x	23,2 x	16,8 x	9,9 x	7,2 x
EV / EBIT		19,7 x	17,6 x	n.a.	n.a.	39,6 x	14,1 x	8,8 x
KGV		22,6 x	24,8 x	n.a.	n.a.	55,1 x	16,8 x	10,4 x
FCF Potential Yield		2,4 %	5,9 %	4,8 %	6,2 %	6,6 %	9,2 %	12,3 %
Nettoverschuldung		5,2	6,0	17,5	14,0	14,8	15,3	13,8
ROCE (NOPAT)		4,5 %	4,0 %	n.a.	0,1 %	1,6 %	4,4 %	6,8 %
Guidance:		Umsatz >90 Mio. Euro, adj. EBIT 4,0-4,8 Mio. Euro						

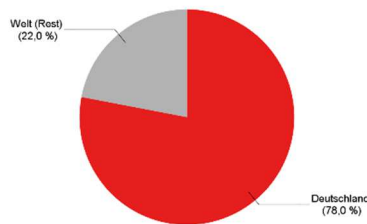
Trotz der schwierigen Versorgungslage hält Softing an seiner Guidance fest (Umsatz EUR >90 Mio., bereinigtes EBIT EUR 4,0-4,8 Mio.). Obwohl wir nicht davon ausgehen, dass die Engpässe bis zum Jahresende vollständig behoben sein werden, sollte sich die Situation in H2 verbessern und die Umsatzentwicklung mit der starken Nachfrage Schritt halten können. Softing hat außerdem seine Preise erhöht, um einen Teil der Kostensteigerungen an seine Kunden weiterzugeben, was in den kommenden Quartalen zu einer Erholung der Margen führen sollte. Wir bleiben bei unserer positiven Einschätzung des Unternehmens und bestätigen unsere Kaufempfehlung. Um die erwarteten Leitzinserhöhungen zu berücksichtigen, haben wir jedoch den risikofreien Zinssatz erhöht und unser Kursziel für Softing auf EUR 7,90 gesenkt.

Entwicklung Umsatz in Mio. EUR



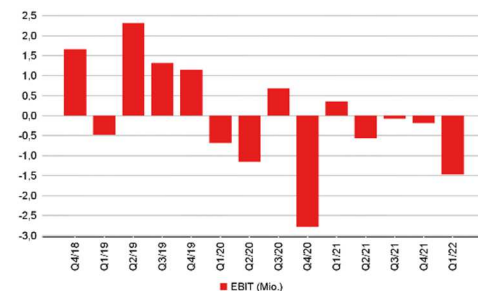
Quelle: Company

Umsatz nach Regionen 2021; in %



Quelle: Company

Entwicklung EBIT in Mio. EUR



Quelle: Company

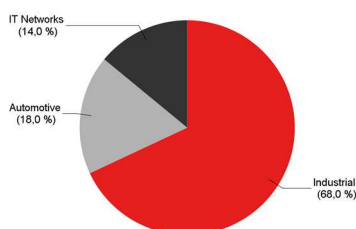
Unternehmenshintergrund

- Softing verfügt über Kompetenzen im Informationsaustausch zwischen unterschiedlichen Geräten, Sensoren, Anlagen und Softwarelösungen in automatisierten Abläufen. Die Geschäftstätigkeit umfasst drei Segmente.
- Industrial Automation: Hard- und Softwarelösungen für den Austausch von Informationen in unterschiedlichsten Produktionsanlagen. Dazu zählen Montagelinien, chemische Anlagen, Öl- und Gasförderung oder Raffinerien.
- IT Networks: Diagnosegeräte, die in der industriellen Automatisierung und zur Diagnose von Kupfer- und Glasfasernetzen in Rechenzentren und Büroeinrichtungen eingesetzt werden.
- Automotive Electronics: Die Lösungen ermöglichen es Ingenieuren und Werkstätten, die Elektronik von PKW/LKW in der Entwicklungsphase/Produktion/bei der Reparatur zu testen und Fehler durch Datenauswertung zu erkennen.
- Die Lösungen im Segment Automotive kommen nicht im Fahrzeug selbst zum Einsatz, daher ergeben sich auch keine Rückruf-Risiken für die Gesellschaft.

Wettbewerbsqualität

- Europäischer Marktführer bei der Vernetzung von Produktionsanlagen untereinander und mit betriebswirtschaftlicher Software (sog. OPC-Produkte).
- Weltmarktführer bei Komponenten für den Austausch von Informationen in Gas- und Ölanlagen: Bei >50% aller weltweit registrierten Geräte, die in diesen Anlagen zum Einsatz kommen, sind Komponenten von Softing enthalten.
- Durch Mitarbeit in internationalen Gremien, die Standards für den Austausch von Informationen festlegen, wird eine kurze Time to Market erreicht.
- Die hohe Komplexität der Geschäftstätigkeit von Softing ist DIE Markteintrittsbarriere für potenzielle Wettbewerber.

Umsatz nach Segmenten 2021; in %



Quelle: Company

DCF Modell

Kennzahlen in EUR Mio.	Detailplanung			Übergangsphase										Term. Value
	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	
Umsatz	94,8	105,2	114,7	120,3	125,9	131,4	137,0	142,4	147,8	153,2	158,4	163,5	166,8	
Umsatzwachstum	11,9 %	11,0 %	9,0 %	4,9 %	4,7 %	4,4 %	4,2 %	4,0 %	3,8 %	3,6 %	3,4 %	3,3 %	2,0 %	2,0 %
EBIT	1,8	5,0	7,8	7,7	8,1	8,4	8,8	9,1	9,5	9,8	10,1	10,5	10,7	
EBIT-Marge	1,9 %	4,8 %	6,8 %	6,4 %	6,4 %	6,4 %	6,4 %	6,4 %	6,4 %	6,4 %	6,4 %	6,4 %	6,4 %	
Steuerquote (EBT)	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	
NOPAT	1,2	3,5	5,5	5,4	5,6	5,9	6,1	6,4	6,6	6,9	7,1	7,3	7,5	
Abschreibungen	9,3	8,9	8,9	8,2	8,6	8,9	9,2	9,5	9,9	10,3	10,6	11,0	11,2	
Abschreibungsquote	9,8 %	8,5 %	7,8 %	6,8 %	6,8 %	6,8 %	6,7 %	6,7 %	6,7 %	6,7 %	6,7 %	6,7 %	6,7 %	
Veränd. Rückstellungen	-0,1	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	
Liquiditätsveränderung														
- Working Capital	0,8	2,2	2,1	1,5	1,1	1,1	1,1	1,1	1,0	1,0	1,0	1,0	0,6	
- Investitionen	6,0	6,0	6,0	8,1	8,4	8,8	9,2	9,5	9,9	10,3	10,6	11,0	11,2	
Investitionsquote	6,4 %	5,7 %	5,3 %	6,7 %	6,7 %	6,7 %	6,7 %	6,7 %	6,7 %	6,7 %	6,7 %	6,7 %	6,7 %	
- Sonstiges	1,4	1,5	1,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Free Cash Flow (WACC-Modell)	2,2	2,7	4,6	4,1	4,8	5,1	5,2	5,4	5,7	5,9	6,2	6,4	6,9	7
Barwert FCF	2,1	2,4	3,8	3,1	3,4	3,3	3,2	3,1	3,0	2,9	2,8	2,7	2,7	49
Anteil der Barwerte	9,48 %			34,62 %										55,90 %

Modell-Parameter

Herleitung WACC:		Herleitung Beta:	
Fremdkapitalquote	20,00 %	Finanzielle Stabilität	1,40
FK-Zins (nach Steuern)	2,1 %	Liquidität (Akte)	1,30
Marktrendite	7,50 %	Zyklizität	1,10
Risikofreie Rendite	2,00 %	Transparenz	1,30
		Sonstiges	1,30
WACC	7,65 %	Beta	1,28

Wertermittlung (Mio.)

Barwerte bis 2034e	38		
Terminal Value	49		
Zinstr. Verbindlichkeiten	21		
Pensionsrückstellungen	3		
Hybridkapital	0		
Minderheiten	1		
Marktwert v. Beteiligungen	0		
Liquide Mittel	8	Aktienzahl (Mio.)	9,1
Eigenkapitalwert	71	Wert je Aktie (EUR)	7,87

Sensitivität Wert je Aktie (EUR)

Beta	WACC	Ewiges Wachstum							Delta EBIT-Marge								
		1,25 %	1,50 %	1,75 %	2,00 %	2,25 %	2,50 %	2,75 %	-1,5 pp	-1,0 pp	-0,5 pp	+0,0 pp	+0,5 pp	+1,0 pp	+1,5 pp		
1,51	8,7 %	5,89	6,02	6,16	6,30	6,46	6,63	6,82	1,51	8,7 %	4,11	4,84	5,57	6,30	7,04	7,77	8,50
1,39	8,2 %	6,52	6,67	6,84	7,02	7,22	7,44	7,67	1,39	8,2 %	4,65	5,44	6,23	7,02	7,82	8,61	9,40
1,34	7,9 %	6,87	7,04	7,23	7,43	7,65	7,89	8,16	1,34	7,9 %	4,95	5,78	6,60	7,43	8,26	9,09	9,91
1,28	7,7 %	7,24	7,44	7,65	7,87	8,12	8,40	8,70	1,28	7,7 %	5,28	6,14	7,01	7,87	8,74	9,60	10,47
1,22	7,4 %	7,65	7,87	8,10	8,36	8,64	8,95	9,29	1,22	7,4 %	5,64	6,55	7,45	8,36	9,27	10,17	11,08
1,17	7,2 %	8,10	8,34	8,60	8,89	9,21	9,57	9,96	1,17	7,2 %	6,04	6,99	7,94	8,89	9,85	10,80	11,75
1,05	6,7 %	9,11	9,42	9,76	10,13	10,55	11,02	11,55	1,05	6,7 %	6,96	8,02	9,08	10,13	11,19	12,25	13,31

- Die zyklische Komponente der Geschäftstätigkeit und die geringe Liquidität in der Aktie erhöhen die Kapitalkosten.
- Abschreibung von Nutzungsrechten nach IFRS 16 werden in der Zeile "Sonstiges" bereinigt

Free Cash Flow Value Potential

Das Warburg Research „FCF Value Potential“ bildet die Fähigkeit der Unternehmen zur Generierung von nachhaltigen Zahlungsüberschüssen ab. Dazu wird mit dem „FCF Potential“ ein FCF "ex growth" ausgewiesen, der ein unverändertes Working Capital sowie reine Erhaltungsinvestitionen unterstellt. Die ewige Verrentung des „FCF Potential“ des jeweiligen Jahres mit den gewichteten Kapitalkosten ergibt eine Wertindikation. Auf Basis verschiedener Betrachtungsjahre ergeben sich somit unterschiedliche Wertindikationen, was dem von uns als Bewertungsmodell präferierten DCF-Modell ein Timing-Element hinzufügt.

Angaben in EUR Mio.	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	3,3	2,9	-4,6	-0,1	1,0	3,3	5,2	
+ Abschreibung + Amortisation	4,9	7,8	11,7	9,5	9,3	8,9	8,9	
- Zinsergebnis (netto)	0,5	-0,1	-1,5	0,8	-0,4	-0,4	-0,4	
- Erhaltungsinvestitionen	5,8	6,4	5,2	4,4	4,5	4,5	4,5	
+ Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	-1,5	-1,5	-1,5	
= Free Cash Flow Potential	1,9	4,4	3,4	4,3	4,6	6,5	8,5	
FCF Potential Yield (on market EV)	2,4 %	5,9 %	4,8 %	6,2 %	6,6 %	9,2 %	12,3 %	
WACC	7,65 %	7,65 %	7,65 %	7,65 %	7,65 %	7,65 %	7,65 %	
= Enterprise Value (EV)	80,5	75,9	69,9	69,5	70,0	70,4	69,0	
= Fair Enterprise Value	25,5	58,1	44,0	56,0	60,3	84,8	110,4	
- Nettoverschuldung (Liquidität)	11,4	11,4	11,4	11,4	12,3	12,8	11,3	
- Pensionsverbindlichkeiten	2,6	2,6	2,6	2,6	2,5	2,5	2,5	
- Sonstige	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Marktwert Anteile Dritter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
+ Marktwert wichtiger Beteiligungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
= Faire Marktkapitalisierung	11,5	44,1	30,1	42,0	45,6	69,5	96,7	
Aktienanzahl (Durchschnittlich)	8,8	9,1	9,1	9,0	9,0	9,0	9,0	
= Fairer Wert je Aktie (EUR)	1,31	4,84	3,31	4,66	5,05	7,71	10,72	
Premium (-) / Discount (+) in %					-16,6 %	27,2 %	76,9 %	
Sensitivität fairer Wert je Aktie (EUR)								
	10,65 %	0,47	3,05	1,94	2,88	3,14	5,01	7,20
	9,65 %	0,68	3,52	2,30	3,34	3,63	5,70	8,10
	8,65 %	0,94	4,11	2,74	3,90	4,24	6,56	9,21
WACC	7,65 %	1,31	4,84	3,31	4,66	5,05	7,71	10,72
	6,65 %	1,68	5,80	4,03	5,54	6,00	9,03	12,44
	5,65 %	2,25	7,10	5,01	6,79	7,35	10,93	14,91
	4,65 %	3,07	8,96	6,42	8,58	9,28	13,64	18,44

▪ Aktivierte Eigenleistungen sind ein wesentlicher Bestandteil der CAPEX.

▪ FCF-Value-CAGR 2018-2024e: 43%

Wertermittlung							
	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
KBV	1,1 x	1,0 x	0,8 x	0,9 x	0,9 x	0,9 x	0,8 x
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	0,92	0,76	0,63	0,78	1,15	1,34	1,71
EV / Umsatz	1,0 x	0,8 x	0,9 x	0,8 x	0,7 x	0,7 x	0,6 x
EV / EBITDA	8,9 x	6,3 x	9,0 x	7,7 x	6,3 x	5,1 x	4,1 x
EV / EBIT	19,7 x	17,6 x	n.a.	n.a.	39,6 x	14,1 x	8,8 x
EV / EBIT adj.*	22,8 x	19,4 x	44,8 x	23,2 x	16,8 x	9,9 x	7,2 x
Kurs / FCF	44,1 x	213,1 x	n.a.	14,5 x	27,3 x	22,5 x	12,4 x
KGV	22,6 x	24,8 x	n.a.	n.a.	55,1 x	16,8 x	10,4 x
KGV ber.*	22,6 x	24,8 x	n.a.	n.a.	55,1 x	16,8 x	10,4 x
Dividendenrendite	1,5 %	0,5 %	0,7 %	1,6 %	1,7 %	1,7 %	1,7 %
FCF Potential Yield (on market EV)	2,4 %	5,9 %	4,8 %	6,2 %	6,6 %	9,2 %	12,3 %

*Adjustiert um: Adj. Größen bereinigt um PPAs und Veränderungen der aktivierten Eigenleistungen

Unternehmensspezifische Kennzahlen							
	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Auftragseingang	n.a.	n.a.	72,8	104,8	99,4	n.a.	n.a.
book-to-bill	n.a.	n.a.	0,9	1,2	1,0	n.a.	n.a.
Auftragsbestand	n.a.	n.a.	15,0	33,6	38,2	n.a.	n.a.

GuV

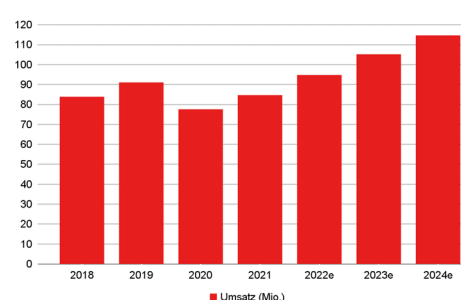
In EUR Mio.	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Umsatz	83,9	91,1	77,6	84,7	94,8	105,2	114,7
Veränd. Umsatz yoy	6,6 %	8,6 %	-14,8 %	9,1 %	11,9 %	11,0 %	9,0 %
Bestandsveränderungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aktiviere Eigenleistungen	4,4	5,5	3,7	3,7	3,9	3,5	3,5
Gesamterlöse	88,3	96,6	81,3	88,3	98,7	108,7	118,2
Materialaufwand	36,5	39,3	35,1	39,1	43,1	46,4	49,6
Rohertrag	51,8	57,3	46,1	49,3	55,6	62,3	68,5
Rohertragsmarge	61,8 %	62,9 %	59,5 %	58,2 %	58,6 %	59,2 %	59,8 %
Personalaufwendungen	33,4	35,4	31,7	33,6	36,4	38,7	40,6
Sonstige betriebliche Erträge	1,4	0,8	1,7	2,8	2,1	1,5	1,0
Sonstige betriebliche Aufwendungen	10,8	10,5	8,4	9,4	10,2	11,2	12,2
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	9,0	12,1	7,8	9,1	11,1	13,9	16,7
Marge	10,7 %	13,3 %	10,0 %	10,7 %	11,7 %	13,2 %	14,6 %
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,7	2,6	2,2	2,2	2,5	2,7	2,9
EBITA	8,3	9,5	5,6	6,8	8,6	11,2	13,8
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	4,2	5,2	9,5	6,3	6,8	6,2	6,0
Goodwill-Abschreibung	0,0	0,0	0,0	1,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	4,1	4,3	-3,9	-0,5	1,8	5,0	7,8
Marge	4,9 %	4,7 %	-5,1 %	-0,6 %	1,9 %	4,8 %	6,8 %
EBIT adj.	3,5	3,9	1,6	3,0	4,2	7,1	9,6
Zinserträge	0,1	0,1	0,1	0,0	0,1	0,1	0,1
Zinsaufwendungen	-0,5	0,3	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2
Sonstiges Finanzergebnis	0,0	0,3	-1,2	1,1	0,0	0,0	0,0
EBT	4,6	4,2	-5,4	0,3	1,4	4,7	7,5
Marge	5,5 %	4,7 %	-7,0 %	0,3 %	1,5 %	4,4 %	6,5 %
Steuern gesamt	1,3	1,3	-0,8	0,4	0,4	1,4	2,2
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	3,3	2,9	-4,6	-0,1	1,0	3,3	5,2
Ergebnis aus eingest. Geschäftsbereichen (nach St.)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	3,3	2,9	-4,6	-0,1	1,0	3,3	5,2
Minderheitenanteile	0,0	0,1	0,2	0,2	0,0	0,0	0,0
Nettoergebnis	3,3	2,8	-4,7	-0,3	1,0	3,3	5,2
Marge	4,0 %	3,1 %	-6,1 %	-0,3 %	1,0 %	3,1 %	4,6 %
Aktienanzahl (Durchschnittlich)	8,8	9,1	9,1	9,0	9,0	9,0	9,0
EPS	0,38	0,31	-0,52	-0,03	0,11	0,36	0,58
EPS adj.	0,38	0,31	-0,52	-0,03	0,11	0,36	0,58

*Adjustiert um: Adj. Größen bereinigt um PPAs und Veränderungen der aktivierten Eigenleistungen

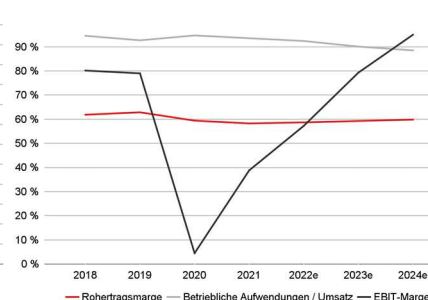
Guidance: Umsatz >90 Mio. Euro, adj. EBIT 4,0-4,8 Mio. Euro

Kennzahlen

	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Betriebliche Aufwendungen / Umsatz	94,5 %	92,8 %	94,7 %	93,6 %	92,4 %	90,1 %	88,5 %
Operating Leverage	11,2 x	0,6 x	n.a.	-9,6 x	n.a.	16,7 x	6,2 x
EBITDA / Interest expenses	n.m.	44,4 x	29,8 x	36,0 x	55,3 x	69,5 x	83,6 x
Steuerquote (EBT)	27,7 %	31,0 %	15,5 %	123,9 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %
Ausschüttungsquote	34,2 %	12,4 %	n.m.	n.m.	91,0 %	27,7 %	17,3 %
Umsatz je Mitarbeiter	207.649	225.416	195.458	218.273	240.000	247.529	269.788

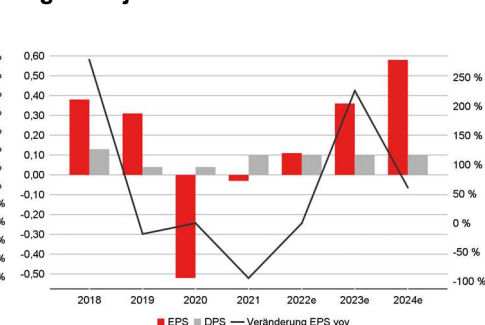
Umsatz, EBITDA
in Mio. EUR

Quelle: Warburg Research

Operative Performance
in %

Quelle: Warburg Research

Ergebnis je Aktie



Quelle: Warburg Research

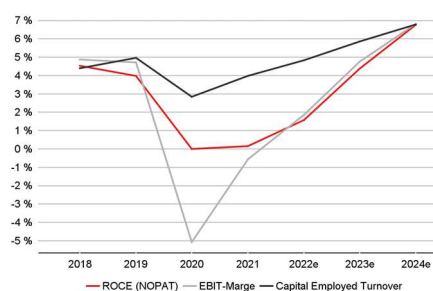
Bilanz

In EUR Mio.	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Aktiva							
Immaterielle Vermögensgegenstände	59,9	62,4	56,8	55,8	53,9	52,5	51,3
davon übrige imm. VG	26,5	27,7	20,7	20,2	18,5	17,0	15,4
davon Geschäfts- oder Firmenwert	18,0	18,1	17,5	17,1	17,1	17,1	17,1
Sachanlagen	2,3	3,2	5,5	4,8	4,9	4,9	4,8
Finanzanlagen	0,0	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5
Sonstiges langfristiges Vermögen	0,0	2,8	0,0	0,0	9,0	9,0	9,0
Anlagevermögen	62,2	69,9	63,8	62,1	69,2	67,9	66,6
Vorräte	10,6	12,6	13,7	13,4	13,2	14,6	15,9
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	13,7	15,4	14,3	14,1	15,3	17,0	18,5
Liquide Mittel	9,7	14,9	10,2	9,6	11,3	10,8	12,3
Sonstiges kurzfristiges Vermögen	3,7	4,0	3,2	4,2	4,2	4,2	4,2
Umlaufvermögen	37,6	46,9	41,4	41,3	43,9	46,5	50,8
Bilanzsumme (Aktiva)	99,8	116,8	105,2	103,4	113,2	114,4	117,4
Passiva							
Gezeichnetes Kapital	9,1	9,1	9,1	9,1	9,1	9,1	9,1
Kapitalrücklage	31,1	31,1	31,1	31,1	31,1	31,1	31,1
Gewinnrücklagen	28,0	29,1	22,9	23,2	24,2	27,4	32,7
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	0,0	0,0	-0,5	-0,5	-0,1	-3,0	-6,0
Buchwert	68,3	69,3	62,6	62,9	64,3	64,7	66,9
Anteile Dritter	0,1	0,3	0,4	0,6	0,6	0,6	0,6
Eigenkapital	68,4	69,6	63,0	63,5	64,9	65,3	67,5
Rückstellungen gesamt	3,7	4,4	3,2	2,8	5,4	5,4	5,4
davon Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	2,1	3,1	3,1	2,6	2,5	2,5	2,5
Finanzverbindlichkeiten (gesamt)	12,8	17,8	24,6	21,0	23,5	23,5	23,5
Kurzfristige Finanzverbindlichkeiten	10,7	1,6	4,7	3,5	3,5	3,5	3,5
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	6,1	6,5	6,0	7,2	7,5	8,4	9,1
Sonstige Verbindlichkeiten	8,8	18,4	8,4	8,8	11,8	11,8	11,8
Verbindlichkeiten	31,4	47,2	42,2	39,8	48,3	49,2	49,9
Bilanzsumme (Passiva)	99,8	116,8	105,2	103,4	113,2	114,4	117,4

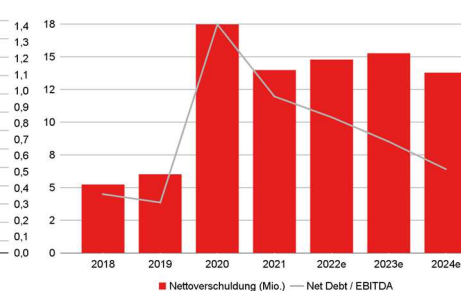
Kennzahlen

	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Kapitaleffizienz							
Operating Assets Turnover	4,1 x	4,1 x	3,1 x	3,9 x	4,2 x	4,3 x	4,3 x
Capital Employed Turnover	1,1 x	1,2 x	1,0 x	1,1 x	1,2 x	1,3 x	1,4 x
ROA	5,3 %	4,0 %	-7,4 %	-0,4 %	1,4 %	4,8 %	7,8 %
Kapitalverzinsung							
ROCE (NOPAT)	4,5 %	4,0 %	n.a.	0,1 %	1,6 %	4,4 %	6,8 %
ROE	5,5 %	4,1 %	-7,2 %	-0,4 %	1,6 %	5,1 %	7,9 %
Adj. ROE	5,5 %	4,1 %	-7,2 %	-0,4 %	1,6 %	5,1 %	7,9 %
Bilanzqualität							
Nettoverschuldung	5,2	6,0	17,5	14,0	14,8	15,3	13,8
Nettofinanzverschuldung	3,1	2,9	14,4	11,4	12,3	12,8	11,3
Net Gearing	7,6 %	8,6 %	27,7 %	22,0 %	22,8 %	23,4 %	20,4 %
Net Fin. Debt / EBITDA	34,2 %	24,2 %	185,7 %	125,4 %	111,0 %	91,8 %	67,5 %
Buchwert je Aktie	7,5	7,6	6,9	6,9	7,1	7,1	7,3
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	0,9	0,8	0,6	0,8	1,1	1,3	1,7

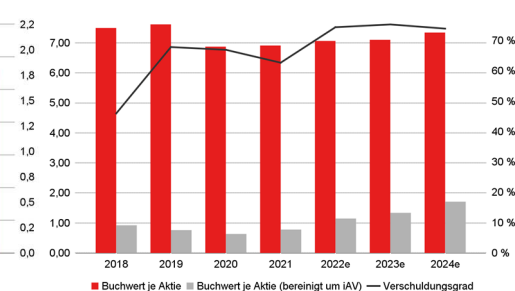
Entwicklung ROCE



Nettoverschuldung in Mio. EUR



Buchwert je Aktie in EUR



Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

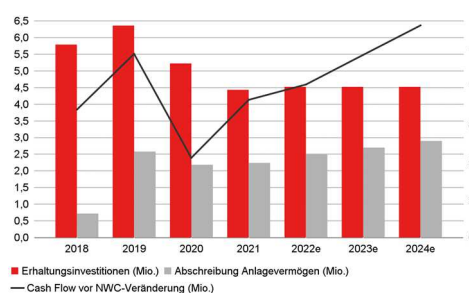
Quelle: Warburg Research

Cash flow

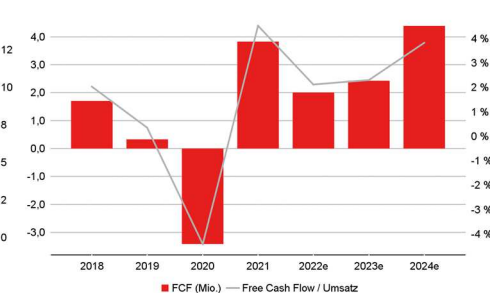
In EUR Mio.	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	3,3	2,9	-4,6	-0,1	1,0	3,3	5,2
Abschreibung Anlagevermögen	0,7	2,6	2,2	2,2	2,5	2,7	2,9
Amortisation Goodwill	0,0	0,0	0,0	1,0	0,0	0,0	0,0
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	4,2	5,2	9,5	6,3	6,8	6,2	6,0
Veränderung langfristige Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,1	0,0	0,0
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	0,3	1,5	-1,8	-0,2	0,0	0,0	0,0
Cash Flow vor NWC-Veränderung	8,5	12,2	5,3	9,2	10,2	12,2	14,1
Veränderung Vorräte	-1,5	-2,0	-1,1	0,3	0,2	-1,4	-1,3
Veränderung Forderungen aus L+L	-1,4	-1,7	1,2	0,4	-1,2	-1,7	-1,5
Veränderung Verb. aus L+L + erh. Anzahlungen	1,4	0,0	-0,5	1,2	0,3	0,9	0,7
Veränderung sonstige Working Capital Posten	2,4	1,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung Working Capital (gesamt)	0,9	-1,9	-0,4	1,9	-0,8	-2,2	-2,1
Cash Flow aus operativer Tätigkeit [1]	9,4	10,4	4,9	11,1	9,4	10,0	12,0
Investitionen in iAV	-6,4	-7,4	-5,4	-4,8	-4,8	-4,8	-4,8
Investitionen in Sachanlagen	-1,4	-1,1	-1,5	-1,5	-1,2	-1,2	-1,2
Zugänge aus Akquisitionen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanzanlageninvestitionen	0,0	0,0	-1,5	0,0	0,0	0,0	0,0
Erlöse aus Anlageabgängen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Cash Flow aus Investitionstätigkeit [2]	-7,7	-8,5	-8,5	-5,9	-6,0	-6,0	-6,0
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	-1,0	6,5	1,1	-4,2	2,5	0,0	0,0
Dividende Vorjahr	-1,0	-1,2	-0,4	-0,4	-0,9	-0,9	-0,9
Erwerb eigener Aktien	0,0	0,0	-0,5	0,0	0,0	0,0	0,0
Kapitalmaßnahmen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstiges	-0,2	-1,9	-1,4	-1,3	-3,4	-3,5	-3,6
Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit [3]	-2,2	3,4	-1,1	-5,9	-1,8	-4,4	-4,5
Veränderung liquide Mittel [1]+[2]+[3]	-0,5	5,3	-4,7	-0,7	1,6	-0,5	1,5
Effekte aus Wechselkursänderungen	-0,1	0,0	-0,1	0,2	0,0	0,0	0,0
Endbestand liquide Mittel	9,7	14,9	10,2	9,6	11,3	10,8	12,3

Kennzahlen

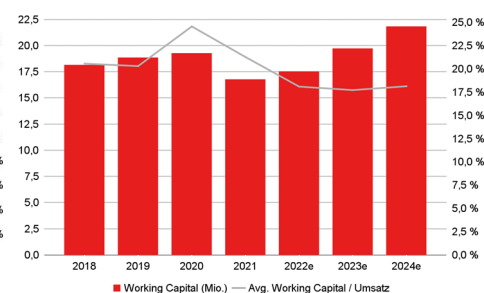
	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Kapitalfluss							
FCF	1,7	0,3	-3,4	3,8	2,0	2,4	4,4
Free Cash Flow / Umsatz	2,0 %	0,4 %	-4,4 %	4,5 %	2,1 %	2,3 %	3,8 %
Free Cash Flow Potential	1,9	4,4	3,4	4,3	4,6	6,5	8,5
Free Cash Flow / Jahresüberschuss	51,4 %	11,7 %	72,2 %	-1501,6 %	202,2 %	74,5 %	84,1 %
Zinserträge / Avg. Cash	0,7 %	0,5 %	0,4 %	0,3 %	1,0 %	0,9 %	0,9 %
Zinsaufwand / Avg. Debt	-3,6 %	1,8 %	1,2 %	1,1 %	0,9 %	0,9 %	0,9 %
Verwaltung von Finanzmitteln							
Investitionsquote	9,2 %	9,3 %	9,0 %	7,5 %	6,4 %	5,7 %	5,3 %
Maint. Capex / Umsatz	6,9 %	7,0 %	6,7 %	5,2 %	4,8 %	4,3 %	3,9 %
CAPEX / Abschreibungen	156,4 %	108,5 %	59,6 %	66,1 %	64,8 %	67,8 %	67,8 %
Avg. Working Capital / Umsatz	20,6 %	20,3 %	24,6 %	21,3 %	18,1 %	17,7 %	18,1 %
Forderungen LuL / Verbindlichkeiten LuL	224,8 %	237,5 %	238,7 %	194,7 %	204,0 %	202,4 %	203,3 %
Vorratumschlag	3,5 x	3,1 x	2,6 x	2,9 x	3,3 x	3,2 x	3,1 x
Receivables collection period (Tage)	60	62	67	61	59	59	59
Payables payment period (Tage)	61	60	62	67	63	66	67
Cash conversion cycle (Tage)	104	94	119	86	78	80	83

Investitionen und Cash Flow
in Mio. EUR

Free Cash Flow Generation



Working Capital



Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

RECHTSHINWEIS / DISCLAIMER

Dieser Research Report („Anlageempfehlung“) wurde von der Warburg Research GmbH, einer 100%-Tochter der M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA, erstellt; und wird von der M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA weitergegeben. Er ist ausschließlich für den Empfänger bestimmt und darf nicht ohne deren vorherige Zustimmung an ein anderes Unternehmen weitergegeben werden, unabhängig davon, ob es zum gleichen Konzern gehört oder nicht. Er enthält ausgewählte Informationen und erhebt nicht den Anspruch auf Vollständigkeit. Die Anlageempfehlung stützt sich auf allgemein zugängliche Informationen und Daten („Information“), die als zuverlässig gelten. Die Warburg Research GmbH hat die Information jedoch nicht auf ihre Richtigkeit oder Vollständigkeit geprüft und übernimmt für die Richtigkeit und Vollständigkeit der Information keine Haftung. Etwaige unvollständige oder unrichtige Informationen begründen keine Haftung der M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA oder der Warburg Research GmbH für Schäden gleich welcher Art, und M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und Warburg Research GmbH haften nicht für indirekte und/oder direkte Schäden und/oder Folgeschäden. Insbesondere übernehmen M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und Warburg Research GmbH keine Haftung für in diesen Anlageempfehlungen enthaltene Aussagen, Planungen oder sonstige Einzelheiten bezüglich der untersuchten Unternehmen, deren verbundener Unternehmen, Strategien, Markt- und/oder Wettbewerbslage, konjunkturelle und/oder gesetzliche Rahmenbedingungen usw. Obwohl die Anlageempfehlung mit aller Sorgfalt zusammengestellt wurde, können Fehler oder Unvollständigkeiten nicht ausgeschlossen werden. M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und Warburg Research GmbH, deren Anteilseigner und Angestellte übernehmen keine Haftung für die Richtigkeit oder Vollständigkeit der Aussagen, Einschätzungen, Empfehlungen oder Schlüsse, die aus in dieser Analyse enthaltenen Informationen abgeleitet werden. Soweit eine Anlageempfehlung im Rahmen einer bestehenden vertraglichen Beziehung, z.B. einer Finanzberatung oder einer ähnlichen Dienstleistung, ausgehändigt wird, ist die Haftung der M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und der Warburg Research GmbH auf grobe Fahrlässigkeit und Vorsatz begrenzt. Sollten wesentliche Angaben unterlassen worden sein, haften M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und Warburg Research GmbH für einfache Fahrlässigkeit. Der Höhe nach ist die Haftung von M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und Warburg Research GmbH auf Ersatz von typischen und vorhersehbaren Schäden begrenzt. Die Anlageempfehlung stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots zum Kauf oder Verkauf eines Wertpapiers dar. Es ist möglich, dass Gesellschafter, Geschäftsleitung oder Angestellte der M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA, der Warburg Research GmbH oder mit ihr verbundenen Unternehmen in verantwortlicher Stellung, z.B. als Mitglied des Aufsichtsrats, in den in der Analyse genannten Gesellschaften tätig sind. Die in dieser Anlageempfehlung enthaltenen Meinungen können ohne Ankündigung geändert werden. Alle Rechte vorbehalten.

URHEBERRECHTE

Das Werk einschließlich aller Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwendung außerhalb der Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung unzulässig und strafbar. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen, die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien des gesamten Inhalts oder von Teilen.

ERKLÄRUNG GEMÄß § 85 WPHG/MAR/MIFID II EINSCHL. DELEGIERTE VERORDNUNGEN (EU) 2016/958 UND (EU) 2017/565

Die Bewertung, die der Anlageempfehlung für das hier analysierte Unternehmen zugrunde liegt, stützt sich auf allgemein anerkannte und weit verbreitete Methoden der fundamentalen Analyse, wie z.B. DCF-Modell, Free Cash Flow Value Potential, NAV, Peer-Gruppen- Vergleich oder Sum-of-the-parts-Modell (siehe auch <http://www.mmwarburg.de/disclaimer/disclaimerG.htm#Bewertung>). Das Ergebnis dieser fundamentalen Bewertung wird angepasst, um der Einschätzung des Analysten bezüglich der zu erwartenden Entwicklung der Anlegerstimmung und deren Auswirkungen auf den Aktienkurs Rechnung zu tragen.

Unabhängig von der verwendeten Bewertungsmethode besteht das Risiko, dass das Kursziel nicht erreicht wird, z.B. aufgrund unvorhergesehener Veränderungen der Nachfrage nach den Produkten des Unternehmens, Änderungen des Managements, der Technologie, der konjunkturellen Entwicklung, der Zinsentwicklung, der operativen und/oder Materialkosten, des Wettbewerbsdrucks, des Aufsichtsrechts, des Wechselkurses, der Besteuerung etc.. Bei Anlagen in ausländischen Märkten und Instrumenten gibt es weitere Risiken, etwa aufgrund von Wechselkursänderungen oder Änderungen der politischen und sozialen Bedingungen.

Diese Ausarbeitung reflektiert die Meinung des jeweiligen Verfassers zum Zeitpunkt ihrer Erstellung. Eine Änderung der der Bewertung zugrundeliegenden fundamentalen Faktoren kann nachträglich dazu führen, dass die Bewertung nicht mehr zutreffend ist. Ob und in welchem zeitlichen Abstand eine Aktualisierung dieser Ausarbeitung erfolgt, ist vorab nicht festgelegt worden.

Es wurden zusätzliche interne und organisatorische Vorkehrungen zur Prävention oder Behandlung von Interessenkonflikten getroffen. Hierzu zählt unter anderem die räumliche Trennung der Warburg Research GmbH von M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und die Schaffung von Vertraulichkeitsbereichen. Dadurch wird der Austausch von Informationen verhindert, die Interessenkonflikte der Warburg Research GmbH in Bezug auf den analysierten Emittenten oder dessen Finanzinstrumenten begründen können.

Die Analysten der Warburg Research GmbH beziehen keine Vergütung - weder direkt noch indirekt - aus Investmentbanking-Geschäften von M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA oder eines Unternehmens der Warburg-Gruppe.

Alle Preise von Finanzinstrumenten, die in dieser Anlageempfehlung angegeben werden, sind Schlusskurse des dem jeweiligen ausgewiesenen Veröffentlichungsdatums vorangegangenen Börsenhandelstages, soweit nicht ausdrücklich ein anderer Zeitpunkt genannt wird.

M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und Warburg Research GmbH unterliegen der Aufsicht durch die BaFin – Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht. M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA unterliegt darüber hinaus der Aufsicht der Europäischen Zentralbank (EZB).

QUELLEN

Wenn nicht anders angegeben von Warburg Research, stammen alle **kursrelevanten Daten und Consensus Schätzungen** von FactSet.

Der **Warburg ESG Risk Score** basiert auf Informationen von © 2020 MSCI ESG Research LLC. Mit Genehmigung reproduziert. Obwohl die Informationsanbieter von Warburg Research, einschließlich und ohne Einschränkung MSCI ESG Research LLC und ihre verbundenen Unternehmen (die "ESG-Parteien"), Informationen (die "Informationen") aus Quellen beziehen, die sie für zuverlässig halten, gewährleistet oder garantiert keine der ESG-Parteien die Originalität, Richtigkeit und/oder Vollständigkeit der hierin enthaltenen Daten und schließt ausdrücklich alle ausdrücklichen oder stillschweigenden Gewährleistungen aus, einschließlich derer der Marktgängigkeit und Eignung für einen bestimmten Zweck. Die Informationen dürfen nur für Ihren internen Gebrauch verwendet werden, dürfen in keiner Form reproduziert oder weiterverbreitet werden und dürfen nicht als Grundlage oder Bestandteil von Finanzinstrumenten oder Produktindizes verwendet werden. Ferner darf keine der Informationen an sich dazu verwendet werden, zu bestimmen, welche Wertpapiere gekauft oder verkauft werden oder wann sie gekauft oder verkauft werden. Keine der ESG-Parteien haftet für Fehler oder Auslassungen im Zusammenhang mit den hierin enthaltenen Daten oder für direkte, indirekte, konkrete, Straf-, Folge- oder sonstige Schäden (einschließlich entgangener Gewinne), selbst wenn auf die Möglichkeit hingewiesen wurde.

Zusätzliche Informationen für Kunden in den USA

1. Dieser Research Report (der „Report“) ist ein Produkt der Warburg Research GmbH, Deutschland, einer 100%-Tochter der M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA, Deutschland (im Folgenden zusammen als „Warburg“ bezeichnet). Warburg ist der Arbeitgeber des jeweiligen Research-Analysten, der den Report erstellt hat. Der Research-Analyst hat seinen Wohnsitz außerhalb der USA und ist keine mit einem US-regulierten Broker-Dealer verbundene Person und unterliegt damit auch nicht der Aufsicht eines US-regulierten Broker-Dealers.
2. Zur Verteilung in den USA ist dieser Report ausschließlich an „große institutionelle US-Investoren“ gerichtet, wie in Rule 15a-6 gemäß dem U.S. Securities Exchange Act von 1934 beschrieben.
3. CIC (Crédit Industriel et Commercial) und M.M. Warburg & CO haben ein Research Distribution Agreement abgeschlossen, das CIC Market Solutions die exklusive Verbreitung des Research-Produkts der Warburg Research GmbH in Frankreich, den USA und Kanada sichert.
4. Die Research Reports werden in den USA von CIC („CIC“) gemäß einer Vereinbarung nach SEC Rule 15a-6 mit CIC Market Solutions Inc. („CICI“), einem in den USA registrierten Broker-Dealer und einem mit CIC verbundenen Unternehmen, verbreitet und ausschließlich an Personen verteilt, die als „große institutionelle US-Investoren“ gemäß der Definition in SEC Rule 15a-6 des Securities Exchange Act von 1934 gelten.
5. Personen, die keine großen institutionellen US-Investoren sind, dürfen sich nicht auf diese Kommunikation stützen. Die Verteilung dieses Research Reports an eine Person in den USA stellt weder eine Empfehlung zur Durchführung von Transaktionen mit den hierin besprochenen Wertpapieren noch eine Billigung der hierin zum Ausdruck gebrachten Meinungen dar.

Hinweis gem. § 85 WpHG und Art. 20 MAR auf mögliche Interessenkonflikte in Bezug auf analysierte Unternehmen:

- 1- Warburg Research oder mit diesem verbundene Unternehmen oder ein für die Erstellung der Analyse verantwortlicher Mitarbeiter dieser Unternehmen halten an dem Grundkapital des analysierten Unternehmens eine **Beteiligung von mehr als 5%**.
- 2- Warburg Research oder mit diesem verbundene Unternehmen waren innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate an der Führung eines **Konsortiums** für eine Emission im Wege eines öffentlichen Angebots von solchen Finanzinstrumenten beteiligt, die selbst oder deren Emittenten Gegenstand der Anlageempfehlung sind.
- 3- Mit Warburg Research verbundene Unternehmen **betreuen Finanzinstrumente**, die selbst oder deren Emittenten Gegenstand der Anlageempfehlung sind, an einem Markt durch das Einstellen von Kauf- oder Verkaufsaufträgen.
- 4- MMWB, Warburg Research oder ein verbundenes Unternehmen hat mit dem Emittenten eine Vereinbarung über die Erbringung von **Investmentbanking- und/oder Wertpapierdienstleistungen** getroffen und die betreffende Vereinbarung war die vorausgegangenen 12 Monate in Kraft oder es ergab sich für diesen Zeitraum auf ihrer Grundlage die Verpflichtung zur Zahlung oder zum Erhalt einer Leistung oder Entschädigung - vorausgesetzt, dass diese Offenlegung nicht die Offenlegung vertraulicher Geschäftsinformationen zur Folge hat.
- 5- Das die Analyse erstellende Unternehmen oder ein mit ihm verbundenes Unternehmen hat mit dem analysierten Unternehmen eine **Vereinbarung zu der Erstellung der Anlageempfehlung** getroffen.
- 6a- Warburg Research oder mit diesem verbundene Unternehmen halten an dem gesamten emittierten Aktienkapital des analysierten Unternehmens eine **Nettokaufposition von mehr als 0,5%**.
- 6b- Warburg Research oder mit diesem verbundene Unternehmen halten an dem gesamten emittierten Aktienkapital des analysierten Unternehmens eine **Nettoverkaufsposition von mehr als 0,5%**.
- 6c- Der **Emittent hält Anteile von über 5%** des gesamten emittierten Kapitals von Warburg Research oder mit diesem verbundenen Unternehmen.
- 7- Das die Analyse erstellende Unternehmen, mit diesem verbundene Unternehmen oder ein Mitarbeiter dieser Unternehmen hat **sonstige bedeutende Interessen** im Bezug auf das analysierte Unternehmen, wie z.B. die Ausübung von Mandaten beim analysierten Unternehmen.

Diese Finanzanalyse wurde vor ihrer Veröffentlichung dem Emittenten zugänglich gemacht und danach geändert.

Unternehmen	Disclosure	Link zu historischen Kurszielen und Ratingänderungen (letzte 12 Monate)
Softing	3, 5	http://www.mmwarburg.com/disclaimer/disclaimer_de/DE0005178008.htm

ANLAGEEMPFEHLUNG

Anlageempfehlung: Erwartete Entwicklung des Preises des Finanzinstruments bis zum angegebenen Kursziel, nach Meinung des dieses Finanzinstrument betreuenden Analysten.

-K-	Kaufen:	Es wird erwartet, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments in den nächsten 12 Monaten steigt.
-H-	Halten:	Es wird erwartet, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments in den nächsten 12 Monaten weitestgehend stabil bleibt.
-V-	Verkaufen:	Es wird erwartet, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments in den nächsten 12 Monaten fällt.
“-“	Empfehlung ausgesetzt:	Die Informationslage lässt eine Beurteilung des Unternehmens momentan nicht zu.

WARBURG RESEARCH GMBH - ANALYSIERTES UNIVERSUM NACH ANLAGEEMPFEHLUNG

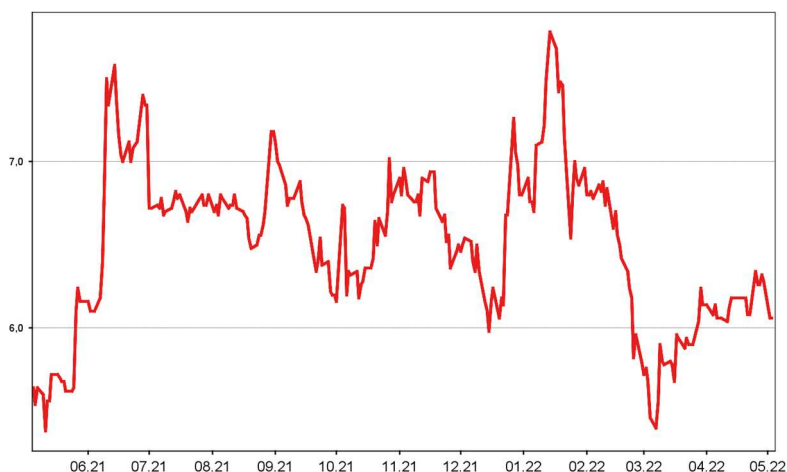
Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	171	81
Halten	35	17
Verkaufen	3	1
Empf. ausgesetzt	2	1
Gesamt	211	100

WARBURG RESEARCH GMBH - ANALYSIERTES UNIVERSUM NACH ANLAGEEMPFEHLUNG ...

... unter Berücksichtigung nur der Unternehmen, für die in den vergangenen zwölf Monaten wesentliche Wertpapierdienstleistungen erbracht wurden.

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	51	86
Halten	6	10
Verkaufen	0	0
Empf. ausgesetzt	2	3
Gesamt	59	100

KURS- UND EMPFEHLUNGSHISTORIE [SOFTING] AM [04.05.2022]



Im Chart werden Markierungen angezeigt, wenn die Warburg Research GmbH in den vergangenen 12 Monaten das Rating geändert hat. Jede Markierung repräsentiert das Datum und den Schlusskurs am Tag der Ratinganpassung.

EQUITIES

Matthias Rode +49 40 3282-2678
Head of Equities mrode@mmwarburg.com

RESEARCH

Michael Heider +49 40 309537-280
Head of Research mheider@warburg-research.com

Henner Rüschemeyer +49 40 309537-270
Head of Research hrueschmeier@warburg-research.com

Stefan Augustin +49 40 309537-168
Cap. Goods, Engineering saugustin@warburg-research.com

Jan Bauer +49 40 309537-155
Renewables jbauer@warburg-research.com

Jonas Blum +49 40 309537-240
Telco, Media, Construction jblum@warburg-research.com

Christian Cohrs +49 40 309537-175
Industrials & Transportation ccohrs@warburg-research.com

Dr. Christian Ehmann +49 40 309537-167
BioTech, Life Science cehmann@warburg-research.com

Felix Ellmann +49 40 309537-120
Software, IT fellmann@warburg-research.com

Jörg Philipp Frey +49 40 309537-258
Retail, Consumer Goods jfrey@warburg-research.com

Marius Fuhrberg +49 40 309537-185
Financial Services mfuhrberg@warburg-research.com

Mustafa Hidir +49 40 309537-230
Automobiles, Car Suppliers mhidir@warburg-research.com

Thor Höfs +49 40 309537-255
Software, IT thoefs@warburg-research.com

Philipp Kaiser +49 40 309537-260
Real Estate pkaiser@warburg-research.com

Thilo Kleibauer +49 40 309537-257
Retail, Consumer Goods tkleibauer@warburg-research.com

Eggert Kuls +49 40 309537-256
Engineering ekuls@warburg-research.com

Andreas Pläsier +49 40 309537-246
Banks, Financial Services aplaesier@warburg-research.com

Malte Schaumann +49 40 309537-170
Technology mschaumann@warburg-research.com

Oliver Schwarz +49 40 309537-250
Chemicals, Agriculture oschwarz@warburg-research.com

Simon Stippig +49 40 309537-265
Real Estate sstippig@warburg-research.com

Cansu Tatar +49 40 309537-248
Cap. Goods, Engineering ctatar@warburg-research.com

Marc-René Tonn +49 40 309537-259
Automobiles, Car Suppliers mtonn@warburg-research.com

Robert-Jan van der Horst +49 40 309537-290
Technology rvanderhorst@warburg-research.com

Andreas Wolf +49 40 309537-140
Software, IT awolf@warburg-research.com

INSTITUTIONAL EQUITY SALES

Marc Niemann +49 40 3282-2660
Head of Equity Sales, Germany mniemann@mmwarburg.com

Klaus Schilling +49 69 5050-7400
Head of Equity Sales, Germany kschilling@mmwarburg.com

Tim Beckmann +49 40 3282-2665
United Kingdom tbeckmann@mmwarburg.com

Lea Bogdanova +49 69 5050-7411
United Kingdom, Ireland lbogdanova@mmwarburg.com

Jens Buchmüller +49 69 5050-7415
Scandinavia, Austria jbuchmueller@mmwarburg.com

Alexander Eschweiler +49 40 3282-2669
Germany, Luxembourg aeschweiler@mmwarburg.com

Matthias Fritsch +49 40 3282-2696
United Kingdom mfritsch@mmwarburg.com

Maximilian Martin +49 69 5050-7413
Austria, Poland mmartin@mmwarburg.com

Christopher Seedorf +49 40 3282-2695
Switzerland cseedorf@mmwarburg.com

Sophie Hauer +49 69 5050-7417
Roadshow/Marketing shauer@mmwarburg.com

Juliane Niemann +49 40 3282-2694
Roadshow/Marketing jniemann@mmwarburg.com

SALES TRADING

Oliver Merckel +49 40 3282-2634
Head of Sales Trading omerckel@mmwarburg.com

Elyaz Dust +49 40 3282-2702
Sales Trading edust@mmwarburg.com

Michael Ilgenstein +49 40 3282-2700
Sales Trading milgenstein@mmwarburg.com

Marcel Magiera +49 40 3282-2662
Sales Trading mmagiera@mmwarburg.com

Bastian Quast +49 40 3282-2701
Sales Trading bquast@mmwarburg.com

Jörg Treptow +49 40 3282-2658
Sales Trading jtreptow@mmwarburg.com

MACRO RESEARCH

Carsten Klude +49 40 3282-2572
Macro Research cklude@mmwarburg.com

Dr. Christian Jasperneite +49 40 3282-2439
Investment Strategy cjasperneite@mmwarburg.com

Our research can be found under:

Warburg Research research.mmwarburg.com/en/index.html
Bloomberg RESP MMWA GO
FactSet www.factset.com

Refinitiv www.refinitiv.com
Capital IQ www.capitaliq.com

For access please contact:

Andrea Schaper +49 40 3282-2632
Sales Assistance aschaper@mmwarburg.com

Kerstin Muthig +49 40 3282-2703
Sales Assistance kmuthig@mmwarburg.com